

## A rendszerváltozás és a pénzügyi politika

Botos Katalin<sup>1</sup>

2002-ben éppen 20 esztendeje, hogy Magyarország az IMF tagországai sorába lépett. A 80-as évek csonka évtizede alatt számtalan nagy horderejű változtatásra került sor a magyar pénzügyi intézményi rendszerben, egyáltalán, a magyar gazdaságpolitikában. Ki is alakult egy sajátos megjelölés e folyamatra: a lopakodó rendszerváltás. Radikális adórendszeri változtatások, a kétszintű bankrendszer visszaállítása, a tőkepiac intézményeinek – kötvények – embrionális megjelenése, a gazdasági társaságokról szóló törvény elfogadása – hogy csak néhányat idézzünk a szocialista tervgazdaságot alapjaiban megrázó változások közül. Természetesen, a társaságok fő tulajdonosa még az állam volt, de már körvonalazódott a magántulajdon teljes rehabilitálása. A gazdaságpolitika egyre inkább a makrogazdasági keretek által meghatározott feltételeihez igazodott, s ezek elkerülhetetlenül gazdasági megszorításokat tettek szükségessé. Időközben azonban a tényleges rendszerváltoztató nagy fordulatra is sor került. A megelőző évek számos gyakorlata azonban tovább kísértett. Az elméleti és a gyakorlati szakembereket egyaránt hosszú ideje foglalkoztatja a folytonosság és a szakadás miéртje a magyar pénzügypolitikában.

- Lehetett volna másképp? Ha nem, miért?
- Mi kényszerítette ki a lopakodó rendszerváltás időszakában a pénzügypolitikai restrikciót?
- Mi volt a megtapasztalt kontinuitás oka?
- Melyek a gazdasági növekedés pénzügypolitikai összefüggései?
- Miként szolgálta a monetáris és devizapolitika a fizetési mérleg egyensúlyának megteremtését?
- Milyen hatásai vannak a külföldi tőkebeáramlásnak a gazdasági növekedésre és a fizetési mérlegre?
- Milyen kihívásokkal nézünk szembe mindezek után az államháztartás finanszírozásában az ezredfordulón?
- Milyen esélyekkel számolhatunk az EU-csatlakozási tárgyalások szempontjából a pénzügy-politikai célok teljesíthetőségét illetően?
- Melyek a napjainkban megfogalmazható legfontosabb gazdaságpolitikai feladatok, amelyeket a pénzügyi politikának támogatnia kellene?

**Kulcsszavak:** pénzügypolitika, monetáris politika, rendszerváltás, EU csatlakozás, tőkebeáramlás, államháztartás, megtakarítás

---

<sup>1</sup> Dr. Botos Katalin, az MTA doktora, tanszékvezető egyetemi tanár, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék (Szeged)

## 1. A pénzügypolitika folytonossága

Arra a kérdésre, hogy miért volt a rendszerváltást megelőző időszakban már szinte egy évtizeden át követett gyakorlat és gyógyterápia a fiskális megszorítások alkalmazása, a rövid válasz egyszerű: mert *így kívánta a Nemzetközi Valutaalap*.

Árnyaljuk e leegyszerűsített képet! Nem pusztán külső kényszerről volt szó. A hitelek végül is mi vettük fel, senkinek nem lehet szemrehányást tenni, – felelős a magyar politikusokon kívül – hogy olyan helyzet alakult ki, amelyben a gazdaságpolitikai prioritásai közül a fizetőképesség megőrzése került az első helyre. A szűkös devizatartalékok és magas eladósodás körülményei között számolni kellett az ikerdeficittel, vagyis azzal, hogy a gazdaságba kiáramló forint *deviza felhasználást is vont maga után*, s ez az, amire nem volt fedezet az MNB-ben (1. táblázat). Következésképp, vagy meg kellett volna változtatni a GDP *import intenzitását* – ami rövidtávon lehetetlen volt, hiszen semmiképp nem megy gyökeres szerkezetváltás nélkül –, *vagy korlátozni kellett a kiáramló jövedelmeket*, mert azok, mintegy automatikusan maguk után vonják a folyó fizetési mérleg romlását. Az pedig már nem tudott hova tovább romlani, hiszen csak addig romolhat, amíg van további eladósodási lehetőség, külföldi devizahitel, vagy van még devizatartalék. A rendszerváltozás előtti utolsó évben azonban a tartalékszint az abszolút minimumra csökkent.

1. táblázat Magyarország adósságszolgálatának relatív mutatói  
(1990-2000, százalék)

Megnevezés	Konvertibilis devizában							Konvertibilis és nem konvertibilis devizában					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Bruttó külföldi adósság <sup>1</sup>	60,7	62,7	61,7	66,6	66,5	71,5	71,5	62,4	54,6	55,8	64,5	66,8	
Nettó külföldi adósság <sup>1</sup>	45,5	40,3	37,6	40,5	44,1	38,0	36,9	32,6	26,4	26,4	25,0	24,7	
Adósság-szolgálat, devizában <sup>2</sup>	12,7	11,2	11,2	11,0	12,6	16,2	16,2	17,4	17,2	11,5	10,8	10,9	
Folyó fizetési mérleg egyenlege/GDP	0,4	0,8	0,8	-9,0	-9,4	-5,6	-5,5	-3,7	-2,1	-4,8	-4,4	-3,3	
Importfedezeti mutató (hónap)	0,1	4,4	5,4	7,3	6,8	9,2	9,2	6,9	4,8	4,6	5,5	4,3	

Megjegyzés: 1) Tulajdonosi hitelekkel/GDP, 2) 1996-tól tulajdonosi hitelek nélkül/GDP

Forrás: MNB (2000).

Hitelképességünket csak az IMF folyamatos asszisztenciája biztosította, s az általa adott, feltétlenül követendő tanácsok közé tartozott a takarékos költségvetési politika, amit a nyolcvanas években azért meg-megszegtek a gazdaságpolitikusok, akkoriban a pártkongresszusok hatására. A húzd meg-ereszd meg politika a demokratikus kormányokat is jellemzi, s nem csak nálunk, hiszen mindenki szívesebben teremt jobb létet a választások előtti időszakban, még ha ennek később – tudottan –

lesz is ára. A pártállami rendszerben a gazdaságpolitikai megmértetés, a párton belüli politikai erők birkózásának színtere a pártkongresszus volt, így annak erőviszonyai alakították a ciklusokat. Az ország gyakorlatilag stagnált, ennyi eredménye volt a követett politikának. Belső átalakulásra azonban nem került sor.

Hogy miért nem volt a megszorító fiskális politika eredményes a rendszerváltás előtt? Azon túl, hogy az említettek szerint nem volt következetes, azért is, mert nem tudta megteremteni a pénzügypolitika komplexvitásában az összhangot. Nem párosult a költségvetési politika a monetáris politika szigorával (Botos K. 1989).

Miként is párosulhatott volna, amikor csak a 80-as évek végén állítottuk vissza a kétszintű bankrendszert, s csak ekkor kezdett formálódni a monetáris politikai eszköztár. (Egyébként *jóval gyorsabban*, mint azt a nyugati szakemberek feltételezték. A 90-es évtized elejére már működtek nálunk azok az elemek, amelyekre tanítani akartak bennünket a „tanácsadók”).

A jegybank devizapolitikája azonban a nyolcvanas években is erős korlátok között mozoghatott, mint ahogy a forint konvertibilitása is korlátozott maradt. Hiszen, mint ismeretes, az IMF csak a folyó tranzakciók korlátozás-mentességéhez ragaszkodott feltétlenül, s annak nagy részét már korábban is biztosítottuk. A magán-személyek és a tőke mozgás terén fennálló restriktív szabályozást tudomásul kellett vennie a Valutaalaprak is, hiszen végig ott táncoltunk a fizetéseképtelenség határán. Mindaddig, amíg az új politikai rendszer fel nem állt, a félig-meddig piacósított magyar modellnek (modified centrally planned economy) inkább csak hátrányos hatásait „élveztük”, hiszen a dollár konvertálódott a termelésen keresztül nem konvertibilis rubelre – ha volt forint, volt devizavételi lehetőség –, aminek ára viszont a további eladósodás volt, a nyugati tőkepiacokon. A termelési struktúraváltás tőkét igényelt volna, de eladósodottságunk miatt a külső forrás legfeljebb direkt tőkeberuházás formájában jöhetett volna be, hazai szabad forrást pedig, a nem eléggé hatékony belső allokációs rendszer miatt, nem lehetett kisajtolni. A huszonegyedik órában, 1988-ban született törvény a külföldi tőkével létesülő vállalkozásokról, méghozzá számos kedvezménnyel (Antalóczy–Sass 2000). Ezek egy részét az első kormány ugyan visszavonta, mondván, hogy a tőke a reális költségelnyök, profitlehetőségek hatására jöjjön be, és semmiképp ne diszkrimináljuk az esetleges hazai tőkét. A megkapott kedvezmények visszamenőleges törlésére azonban nem kerülhetett sor.

Egyébként a demokratikus kormányzat által nyújtott – immár tulajdonos-szemleges – lehetőségekkel is elsősorban a külföldi beruházók tudtak élni, hiszen a leértékelődő forint mellett egy-kettőre elérték például az egymilliárd forintos küszöböt, amelyhez komoly kedvezmények járultak. Az ennél kisebb beruházásokat eszközöző hazai vállalkozások így kimaradtak, s ha ma mérjük az adóterheket, láthatjuk, hogy a kisvállalatoké lényegesen nagyobb, mint a nagy cékéé, köztük a multiké (Botos J. 2001), ami nyilván nem szolgálja a hazai vállalatok felzárkózását, szerves együtt-fejlődését s kétségkívül komoly felfutást mutató külföldi tulajdonú nagyvállalatokkal. Pedig a gazdaságpolitikában ez napjaink kulcskérdése (Csillik 2003).

Visszatérve a rendszerváltozás kezdetére, 1990 után szembe kellett nézni a devizataralékok szinte teljes hiányával. Ez *a kellemetlen örökség kontinuitásra készítetett a pénzügypolitikában, lényegesen nagyobb következetességgel, mint korábban.* Nélkülözhetetlen volt az IMF segítsége, az viszont szigorú elvárásokat fogalmazott meg a gazdaságpolitikával szemben. Az első demokratikus kormány viszonylag határozott lépéseket tett az ár- és termelési támogatások csökkentésére, annak érdekében, hogy a piacgazdaság jelzőrendszere működhessen. Nem tudott – és nem is akart – azonban a szociális juttatások terén radikális mérséklést bevezetni, hiszen a piac-hiány és a támogatások szűkítése – párosulva a szigorú jogi szabályozással – vállalati csődök sorát eredményezte. Egyes vélemények szerint a csődtörvény abszolút pozitívuma volt a rendszerváltást követő pénzügyi politika, a pénzügyi fegyelem kiépítésének fontos eszköze. Más vélemények szerint – hivatkozhatunk Oblath Gáborra – túl szigorú volt, talán túl is lőtt a célon (Oblath 1998).

A kialakuló munkanélküliség kezelése szükségessé tette a társadalombiztosítás liberális hozzáállását az elő és rokkantnyugdíjazásokhoz, a korengedményes nyugdíjba vonuláshoz. Rövid idő alatt majd félmillióval nőtt a nyugdíjasok száma. Körülbelül ezzel azonos volt 1992-re a munkanélküliek száma is (2. táblázat).

2. táblázat A nyugdíjasok és munkanélküliek számának alakulása január 1-jén (1960-2002, millió fő)

Év	Nyugdíjasok száma	Munkanélküliek száma
1960	0,6	≈0
1970	1,4	≈0
1980	2,0	≈0
1990	2,5	0,10
1991	2,6	0,40
1992	2,7	0,60
1993	2,8	0,60
1994	2,9	0,45
1995	2,9	0,50
1996	3,0	0,48
1997	3,0	0,46
1998	3,1	0,40
1999	3,2	0,40
2000	3,1	0,40
2001	3,1	0,30
2002	3,1	0,20

Forrás: KSH (1999, 2001).

Ily módon a TB töltötte be a szociális háló szerepét, egy minimális megélhetés lehetőségét nyújtva a rendkívüli kihívásokhoz koruknál fogva már nehezen al-

kalmazkodó rétegek számára. Természetesen csodák nincsenek, s amennyi munkanélküli segílyt ez a költségvetésnek megtakarított – mérsékelve annak potenciális hiányát –, annyi plusz fedezetlen kiadást jelentett a társadalombiztosítás alrendszerén belül. Nem csoda, hogy a társadalombiztosítás hiánnyal küszködött, ámbár, – s ezt kevesen tudják hazánkban – a régióban szinte egyedülként vészelte át nagyobb megrázkódtatások nélkül az átállás első három évét. Mivel azonban a társadalom elöregedett, s a demográfiai trendek további romlást mutatnak a korösszetételben, a nyugdíjrendszer nemcsak a már jelentkező hiánnyal, de a benne rejlő *implicit államadósággal* is szembe kellett nézzen. Mivel a költségvetés nem háríthatja el a kötelező nyugdíjrendszerek működésével kapcsolatos garanciát, ott lebegett a távlati kötelezettségvállalás, mint az állam adóssága a döntéshozók előtt. Ezt próbálták megoldani, vagy legalábbis explicitté tenni, a kötelező nyugdíjpénztár reformlépésével, a második kormányzati ciklusban.

A bevezetett nyugdíjreform megítélésében meglehetősen eltérőek a nézetek, hiszen valójában azt jelenti, hogy a költségvetés átvállalja a mai nyugdíjasok számára járó összegek hiányzó fedezetét. Ezt gyakorlatilag csak állampapírok kibocsátásával tudja fedezni, azaz a magánmegtakarítóktól. A költségvetés kölcsönvesz azoktól, akiknek most van befektetni való pénzük, hogy a nyugdíjuk fedezetét gyűjtögetők – tehát ugyancsak megtakarítók – által a kötelező rendszerből kivont pénzt a ma élő nyugdíjasok felé pótolja. Ez azután jelentheti akár azt is, hogy a nyugdíjalapon keresztül *közvetve maga a nyugdíjjogosult jegyzi le a papírokat*, mint biztonságos pénzügyi befektetést jelentő instrumentumokat. A kamatot pedig az egész adófizető közösség vállalja. Ha belegondolunk, *itt bérarányos járulékkerhet* váltunk ki az *adóterhekk*el, amit azonban nagy részben maguk a bérből és fizetésből élők viselnek. Ne felejtjük: a járulékot a *munkaadók* fizették nagyobb részben. Az adóknak viszont sokkal kisebb része terheli a vállalati szektort. *Az ezredforduló pénzügypolitikája tehát reallokálja a közterheket, a vállalkozókról a munkavállalókra, s a jelen adófizetőről a jövő adófizetőire.*

A reformot kétségtől interpretálhatjuk úgy, hogy az *implicit* eladósodás ily módon *explicitté* vált.

Ezt nem mindenki tekinti a legjobb „beruházási” döntésnek. Államadósságot felvállalni lehetett volna számos egyéb, infrastrukturális probléma megoldására is, ami a növekedést felgyorsítva, mérsékelhette volna az implicit adósságok fenyegetését (Oblath 1998). *Tagadhatatlan, hogy az előre elköltött pénzekért a következő generációk be fogják nyújtani a számlát.*

Nem mindegy azonban, hogy mikor. A nyugdíjakat – majd – fizetni kell. Ez elvitathatatlan kötelezettség minden munkavállaló esetében. Ha most ennek fedezetét – legalább is részben – elkezdjük gyűjtögetni a kötelező magánnyugdíjpénztárakban, viszont a közeli években esedékes fizetések érdekében expliciten eladósodunk, azzal bizony jócskán kimerítjük EU-s keretlehetőségeinket. Vannak ugyanis még *hasonló implicit adósságai* a magyar társadalomnak – például az *infrastruktúra lemaradása, környezetszennyezés*, amit ugyancsak a múlt hagyott örököül

nekünk. Ezen problémák megoldása is az EU-belépést megelőző feladat. E pénzeszközöket vajon miből fogjuk előteremteni, ha most már kimerítjük explicit eladósodásunk határát? Hiszen, ha ma még nem is vagyunk a kimutatások szerint fölötté az államadósság/GDP mutatónak, de nem vennék jó néven a csatlakozási folyamatban, ha fölé mennénk a maastrichti kritériumoknak.

Az említett szemlélet azonban, azaz, az államháztartás komplex kezelése – sajnos – nem volt jellemzője az eddig végrehajtott pénzügyi reformoknak. A számos kötelezettség akkor is saját államháztartási forrást igényel(ne), ha az EU ezek némelyikéhez komoly támogatást ad. Ha ezt nem tudjuk – akár eladósodás útján is – előteremteni, a gazdaságpolitika a privatizáció kényszerpályájára jut.

Az államháztartás alrendszereinek összefüggése, illetve az egész államháztartás reformja ritkán kerül napirendre. Természetesen a kutatásokban már megjelenik, hogy az EU-hoz való közelítés során át kell értékelni számbavételi rendszerünket. Azt ugyanis folyamatosan mondjuk, hogy a költségvetés hiányának mérséklése fontos feltétele a szigorú és eredményes pénzügypolitikának, s az EU-csatlakozási kritériumok teljesítésének is, csak hogy *mi is valójában a deficit?* A névértéken kimutatott adósság változása, ahogyan a Nemzetközi Valutaalap számol? Vagy mindközönségesen a hagyományos nominális deficit, azaz a bevétel-kiadás különbsége, esetleg ennek különböző hatásoktól (konjunktúra, infláció) megtisztított változatai? A központi költségvetésre korlátozódunk-e, avagy konszolidálunk a jegybankkal, az ÁPV Rt-vel is? Figyelembe vesszük-e az állam adósságaként az MFB hitelfelvételeit is? Hogyan vesszük számításba az olyan rendkívüli esetek hatását, mint például a bankkonszolidáció? (Ahol ugyan az adósság keletkezése nem ment keresztül a deficiten – nem járt pénzmozgással a banki hiányok fedezése –, de a folyamatos adósságszolgálati teher ott van minden jövőbeni költségvetés kiadási rovatán. A névértéken kimutatott államadósság megnőtt.)

A kérdés azonban koránt sem csupán számbavételi jellegű. Társadalompolitikai kihatása igen nagy.

Melyik mutató változása van/volt a legszorosabb összefüggésben a keresleti hatással? Az elemzések – több mutató összehasonlításával – azt hozták ki, hogy 1991-93 között a fiskális politika közvetlen expanzív hatását mérsékelte a reálkamat-kiadások csökkenése. 1994-96 között viszont a reálkamatok növekedni kezdtek, s ez mérsékelte a közvetlen keresletszűkítés hatását (P. Kiss 2003).

Ha a tervezett kereslet-szűkítést biztosítani akarta a kormányzat, tartani kellett a költségvetési deficitet. Ehhez azonban „helyet kellett csinálni” a kiadási oldalon belül a kamatfizetéseknek.

Úgy is fogalmazhatunk: *az elsődleges költségvetési egyenlegnek aktívnak kellett és kell lennie*, hogy az állampapírok kamatát fizetni tudják. Feltétlenül többet kell elvonni a polgároktól, mint amit transzferek és közösségi szolgáltatások formájában visszakapnak, hogy a befektetők kamatigénye teljesülhessen. Ha magas az infláció, akkor persze meglehet, a hitelezők vagyona éppen hogy megmarad, nincs szó reálgyarapodásról. Igen ám, de a bérből és fizetésből, netán nyugdíjból élők reáljö-

vedelmét az infláció csak megcsapolja. Tehát végbemegy egy jövedelem és vagyon átcsoportosítás a befektetők, s ezen keresztül a vállalkozói szektor javára. Ez volt a helyzet a Bokros-csomagot követően, amikor felpörgött az infláció. Ha elfogadjuk, hogy a szerkezetátalakulás nem mehet vége a befektetői érdekeltség biztosítása nélkül, s ehhez pedig a megtakarításokon pozitív reálkamatot kell elérni, akkor a fenti jelenség törvényszerű. *A költségvetésnek kell kikényszerítenie a kötelező elosztási rendszerek megszigorításán keresztül, hogy a jövedelemáram az önkéntes újraelosztás rendszerei – így az értékpapírpiacon – felé haladjon.*

Ha tehát summázni akarjuk, hogy miért kellett a 90-es évtized közepén is még fenntartani a fiskális megszorítások politikáját, akkor azt válaszolhatjuk, azért, mert az államadósság nem szűnt meg, csak átalakult. Míg a 80-as években és 1990 elején a külső fizetéseképtelenség veszélye kényszerítette ránk a pénzügyi restriktiót, a továbbiakban az EU-megfelelés igénye terelt ebbe az irányba. Ekkor már nem fojtogatott annyira a fizetési mérleg-probléma, mert a visszafogásokkal és a drasztikus leértékeléssel enyhítettük azt, s a masszív privatizációból jelentős részét a külső adósságnak vissza is fizettük. A belföldi valutában jelentkező államadósság azonban továbbra is a költségvetési kiadások jelentős megterhelését eredményezte, s nagyságrendjében ha nem is volt túlzott – explicite – a nyugat-európai tagországokéhoz képest, de a helyzet rontását – mint utaltunk rá – nem szívesen vállalják fel a politikusok. Ezt magyarázni kellett volna „odakint”, Brüsszelben, s ez mindig kellemetlen.

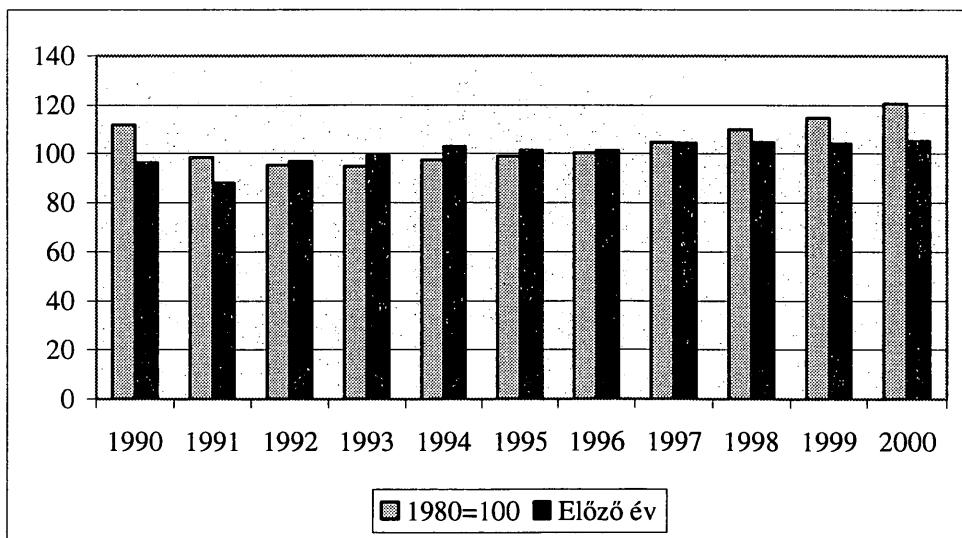
A rendszerváltás után tehát sikeresebb lett – legalább is bizonyos politikusi körök megfogalmazása szerint – a restriktió politikája, mivel a fiskális, monetáris és devizapolitika többé-kevésbé összehangolt volt. *Mit is jelent azonban az úgy nevezett siker?* Azt, hogy a kormányzat politikájának *sikerült* az átállási veszteségeket a második ciklusban egy nagyon határozott intézkedés-sorozattal *szétterítenie a lakosságra* – ki másra? –, ezen belül is a bérből-fizetésből, illetve nyugdíjból, járadékokból élőkre. *Nagyobb társadalmi feszültség nélkül.* Ez bizonyosan politikai sikerként könyvelhető el. A megtakarítani bíró rétegeket, vállalkozókat kevésbé terhelte, azért, hogy meginduljon az akkumuláció – és az valóban megindulni látszott. A külföldi tőkének az összeomlott gazdaság romjain kedvező részvételi lehetőségeket biztosított a privatizáció és a leértékelés, hiszen így viszonylag olcsón lehetett hozzájutni termelőeszközhez, kapacitáshoz, piachoz. A beáramló tőke ugyan részben hozott piacot – lásd autógyártás exportra –, de „vitt” is – lásd élelmiszer, infrastruktúra. Áramra, gázra, kommunikációra mindenképpen szükség van, azt a polgár előteremti, kiizzadja (ha tudja, ha másként nem, költségátcsoportosítással a háztartásban). „Helyben” van a vevőkör, így biztos befektetés ide beruházni. A tőkeimport azonban valóban enyhítette az országban meglévő súlyos tőkehiányt, s komoly struktúraalakulást, technikai haladást is hozott magával, de – még látni fogjuk – nem kis áron. A leértékelés kedvezett az exportkapacitásokat létrehozóknak, s az exportnak általában, jótékony hatással volt a fizetési mérlegre – különösen az importvámok átmeneti pótlékolása eredményeképpen. (Amit természetesen csak súlyos fizetési-mérleg-helyzetben engedélyez az IMF. *Vagyis a siker oka a kudarc. Azért lehetett*

bevezetni ezt a hatékony eszközt, mert a helyzet alapot adott rá. Előbb aligha engedélyezték volna.)

A csomag sikerének záloga mindenképpen a komoly politikai erő volt, amely a törvényhozás többségével szilárdan állt a kormányzat mögött, s ez lehetővé tette olyan szükséges lépések megtételét, amelyre kiegyenlítettebb vagy netán ingatag politikai helyzetben aligha van lehetőség. A legfontosabb az volt talán, hogy az egzisztenciális fenyegetettség, a munkanélküliség árnyékában élő polgároknak a meginduló vállalkozások megélhetést kínáltak, s számukra mindegy volt, milyen tulajdonosi háttérrel.

Döntő volt továbbá az akció a média-támogatottsága is, hiszen ily módon sikerült a megszorító intézkedéseket, mint *eredményeket* bemutatni az ezt elviselőeknek. Legalább is átmenetileg. A nyert idő alatt a legnagyobb horderejű, s *részen visszavonhatatlan* változásokra – elsősorban a privatizációra – sort lehetett keríteni. Nem volt természetesen mindez politikailag sem teljesen következménymentes. A következő szavazáson a társadalom jelezte, hogy észrevette helyzete romlását, vagyis, hogy a konszolidációs sikernek ára van, s azt ő viseli. A determinációk azonban addigra már kialakultak. A következő politikai vezetés bár némi változtatásokat eszközölt, a privatizációs döntéseken nem tudott, az árfolyam-leértékelésen – elég nyilvánvalóan – nem is akart (gyorsan) változtatni.

1. ábra A GDP alakulása Magyarországon (1990-2000, százalék)



Forrás: MNB (2000).

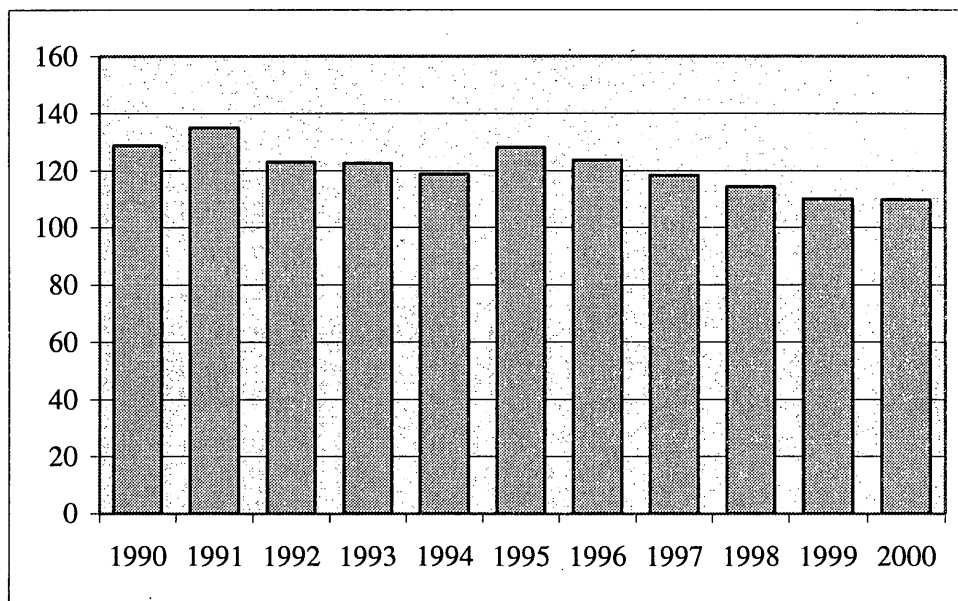
A gazdaság a 90-es évek második felében lassan elkezdett növekedésnek indulni (1. ábra). A *nadír* elérését 93-ra tehetjük. Egy évtizednyi idő kellett azonban



ahhoz, hogy a gazdaság utolérje önmagát, azaz, a GDP egy főre jutó értéke a rendszerváltozás után elérje a rendszerváltozás előtti szintet. A *kettős sokk* – egy, ami a rendszerváltás utáni GDP visszaesésben, s az azt követő felpörgő inflációban jelentkezett, s *egy másik*, amely a Bokros csomag hatására érte az országot, párosulva a bankkonszolidációval, privatizációs erőfeszítésekkel és a jogszabályi környezet változásaival, elvitathatatlanul *konszolidálta az országot*. Ezt követően a gazdaság egyenletes növekedésnek indult, váltakozó ütemekkel, de mindeddig visszaesés nélkül. (Csak megjegyezzük, hogy másoknál, ez nem így van a közép-európai régióban. Saját eredményünk tehát egyáltalán nem lebecsülhető, bár sokan voltak hajlamosak *elmaradt sokkot* emlegetni – ami egyáltalában nem maradt el –, s lekicsinyelni a rendszerváltás utáni eredményeinket.) Az infláció a második felpörgés után fokozatosan – és immár visszafordíthatatlanul – mérséklődésnek indult, ami a konszolidálás biztos jele (2. ábra).

Nem állítjuk, hogy mindez csak így mehetett végbe, lehetett volna az ütemezésben másképp is eljárni. Azt azonban állíthatjuk, hogy a pénzügyi politika szigorán csak a külső fizetőképesség összeomlásának elhárítása után lehet – vagy lehetett volna – némiképp enyhíteni.

2. ábra Az infláció alakulása Magyarországon, (1991-2000, előző év=100 százalék)

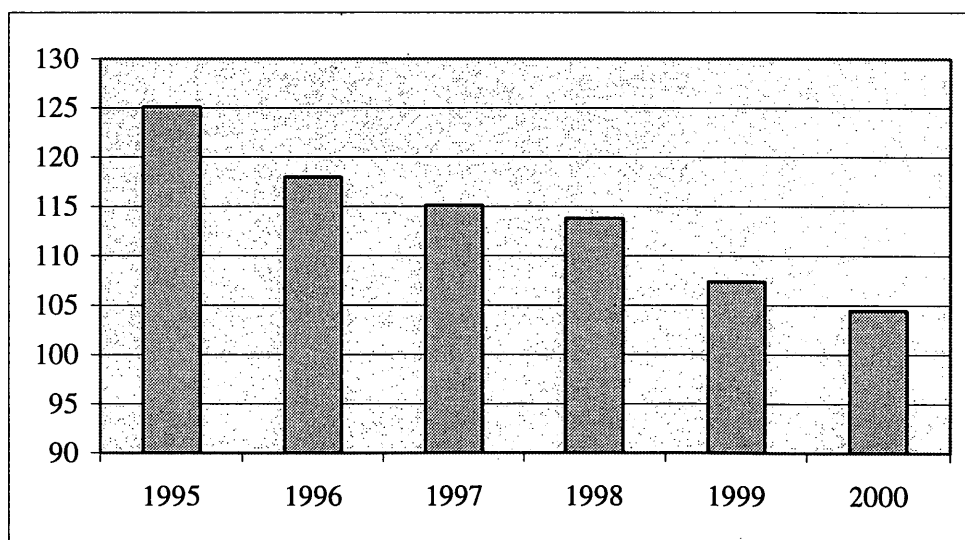


Forrás: MNB (2000).

## 2. Növekedés és finanszírozhatóság

Hogy a lehetőségeket különbözőképpen ítélték meg a gazdaságpolitikusok a rendszerváltást követően, jól mutatja, hogy a rendszerváltás kormánya miként vélekedett. Az első kormányzat úgy ítélte meg, hogy az első két év visszaesése és a bankkonszolidációval párosuló gazdaságkonszolidáció után – hiszen erről volt szó! – lényegében további nagyobb sokkok nélkül át lehet menni a lassú növekedés fázisába. A felvállalt államadósság – amit a konszolidációs kötvények jelentettek – éppen eléggé meg fogja terhelni a költségvetés kiadási oldalát, de a továbbiakban működőképes bankrendszer áll a folyamatok finanszírozásához rendelkezésre. Nem kell, *de végül is le lehet írni* a veszteséget jelentő vállalati csődöket. Az ily módon tiszta lappal induló vállalkozásoknál a megindult beruházások a remények szerint meghozták volna – némi időeltolódással – a külkereskedelmi mérleg javulását, amit természetesen maga a beruházási folyamat 1993-94-ben vitathatatlanul rontott. Annál is inkább, hiszen a még mindig *fölülértékelt* valutánk inkább az importnak kedvezett, mintsem az exportnak (3. ábra). A forint nominális árfolyamváltozásait ehhez egybe kell vetni az inflációs adatokkal (3. táblázat).

3. ábra A forint piaci árfolyamszint-változása a valutakosárral szemben (1995-2000)



Forrás: MNB (2000).

Ennek megvizsgálása a maga részleteiben mindeddig nem történt meg. Így nehéz látni, hogy vajon az idejekorán „felpörgetett gazdaság” volt-e az oka a fizetési mérleghelyzet radikális romlásának, ami kiváltotta a Bokros-csomagot, vagy a dolgok természetéből fakadt, s ideiglenes lett volna. Az inflációs hatást a kínálat-többlet

is tudná fékezni, s ha annak minősége alkalmas az import kiváltására, illetve exportra, akkor a fizetési mérleg is helyreigazodhat. Elméletileg tehát semmiképp nem indokolt az első kormány gazdaságpolitikájának elparentálása, mint hibás koncepcióé. Egyszerűen arról van szó, hogy a nézetkülönbségek nem a helyes/helytelen elméletek mentén választhatók el, hanem az eltérő gazdaságfilozófiák mentén. Feltételezhető elvileg mindkettőről a jó szándék, még ha a végeredmény indulatokat váltott és vált ki a társadalomból. (A nemzeti vagyon – a nemzeti tulajdonban lévő vagyon – drasztikusan lecsökkent, s az ezzel keletkező gazdasági függőség – például a váratlan gyárbezárások, tőke kivonások megrázóan hatnak.)

3. táblázat Időszaki átlagos devizaárfolyamok (1990-2000, középárfolyam forintban<sup>1</sup> egy egységre vonatkoztatva)

	Euró <sup>2</sup>	USD	Angol font	Svájci frank
1990	80,48	63,20	112,56	45,61
1991	92,70	74,81	132,10	52,27
1992	102,10	79,00	139,25	56,22
1993	107,50	92,03	138,21	62,33
1994	124,78	105,13	161,14	77,23
1995	162,65	125,69	198,30	106,62
1996	191,15	152,57	238,41	123,52
1997	210,93	186,75	305,96	128,74
1998	240,98	214,45	355,37	148,28
1999	252,80	237,31	383,85	157,96
2000	260,04	282,27	426,66	167,02

Megjegyzés: 1) Munkanapokkal súlyozva 2) 1999. január 1-je előtt ECU árfolyam

Forrás: MNB (2000, 252. o.).

Az egyik nézet szerint a megoldás az export-vezérelte gazdaság, a másik a belső kereslet vezérelte növekedés filozófiája alapján áll. Figyelembe véve, hogy a nemzetgazdasági termelés zöme minden országban a belső fogyasztásra irányul, ez utóbbi is teljesen logikus, csak az a rákfenéje, hogy a feltétlenül szükséges külső finanszírozásnak biztosítottak lennie. „A fenntartható növekedés a finanszírozható növekedés.” (Erdős 2000, 9. o.) Erdős Tibor akadémikus alaposan körüljárta ezt a kérdést a Külgazdaságban és a Közgazdasági Szemle hasábjain is publikált cikkében.

Zárt gazdaságban a finanszírozási korlátot a megtakarítások alakulása jelenti, nyitott gazdaságban természetesen nem kell a hazai beruházásoknak egyenlőknek lenniük a megtakarításokkal. Ha azonban a beruházások meghaladják a belső megtakarítások mértékét, mindenképpen fizetési mérleghiány jelentkezik. Hadd tegyük hozzá Erdős professzor érveléséhez, hogy ez akkor is így lehet, ha a két tétel egyenlő. A beruházások ugyanis technikai megújítással párosulnak, az pedig rendszerint

importtal jár. Tehát a fizetési mérleg nem csupán a matematikai egyezőség hiánya miatt romlik, hanem reálgazdasági, technikai okokból is. Az azonban feltétlenül igaz, hogy egy nyitott gazdaságban *kettős finanszírozási korlát* jelentkezik. Ez különösen nagy probléma, ha az egyébként is külső eladósodással terhelt országnak mindenképpen teljesítenie kell az adósságszolgálatot, a folyó fizetési mérleg terhére a kamatszolgálatot. Az export-vezette gazdasági növekedés logikáján nyugvó gazdaságfilozófia úgy vélte, hogy a nem-adósság generáló nettó tőkebeáramlásnak fizetési mérleg passzívumát meg kell haladnia, s akkor a dolog kezelhető. Erdős professzor helyesen mutatott rá, hogy ez sem jelent végleges megoldást, hiszen *a beáramló termelő tőke ki is akarja vinni a profitot* – ne áltassuk magunkat azzal, hogy a világ végéig itt fogja visszaforgatni! Felhívta a figyelmet a mozgékony és illékony portfólió-beruházásokra is. Kifejtette, hogy a vállalati szektor hiteligénye éppen a profitkivonás miatt megnő, s e hiteligény pénzteremtő hatását az államháztartás megtakarítói pozíciójával kell ellensúlyozni. Vagyis Erdős professzor érvelésével a fiskális megszorítások politikáját támasztotta alá.

S való igaz, hogy ha a kereskedelmi mérleg is passzív, akkor egy jelentősebb nagyságrendű osztalék-jövedelem kivonás nem lebecsülhető hatású a fizetési mérlegre. Hiszen mindkettőt – a folyó külkereskedelem (és kamatszolgálat) hiányát, s a profitrepatriálás fedezetét is – *újabb és újabb működő tőke importtal kell fedezni*. Éppen ezért, egyes vélemények szerint, (Antalóczy 2003) *nem célszerű ezekkel az áramlásokkal mint fizetésimérleg-kiegyensúlyozó tételekkel számolni*. Ráadásul, ha nem is nagymértékben, de megindult a magyar működőtőke-export is, ami ugyancsak növeli a teljes fizetési mérleg hiányát. Mert az ugyan igaz, hogy „Ez a műsor nem jött létre, ha Önök nem lettek volna!”, azaz a megtermelt jövedelem éppen a külföldi tőke-beáramlás segítségével keletkezett, de nagy kérdés, *milyen valutában?* Itt kell visszautalni arra, hogy *a bejövő tőke hozott-e vagy vitt inkább piacot*. Hiszen amennyiben alapvetően exportra termelő ágazatok, vállalatok jöttek létre, annyiban nincs nagy baj a fizetési mérleg hatással. De ha a súlyos tőkehiányt azokon a területeken is külföldi tőkével történt privatizáció révén oldottuk meg, ahol a bevételek kizárólag forintban keletkeznek – és nem egy ilyen is van – nos, akkor érthetően nyomás nehezedik emiatt az árfolyamra is, a fizetési mérlegre is. Erről azonban később.

Most azt rögzítsük le, hogy a tartós, kiegyensúlyozott gazdasági növekedéshez feltétlenül szükség van a hazai megtakarítások emelkedésére (4. táblázat). A gazdaságpolitikának a hazai megtakarítások ösztönzését tehát fontos prioritásként kell kezelnie (Dedák 2003).

Ha az elmúlt tíz év pénzügyi adatait elemezzük, kissé leegyszerűsítve, arra a következtetésre juthatunk, hogy mind a reálkamatláb, mind a megtakarítási ráta átlagosan 3 százalék körül volt az elmúlt évtizedben (Csillik 2003).

Ismeretes, hogy 2000-re értük el az 1989-es GDP-szintet, az évtized első felének nagy visszaesése, majd az azt követő, gyorsuló növekedés eredményeként. A

megtakarított vagyon állománya viszont az elmúlt tíz évben 13 százalékról felment a GDP 43 százalékára (4. táblázat).

4. táblázat A háztartások nettó pénzügyi vagyona (1990-2000, milliárd Ft)

Időszak végén	Pénzügyi eszközök	Tartozások	Nettó pénzügyi vagyon
1990. december	691,0	412,9	278,1
1991. december	929,6	302,4	627,2
1992. december	1214,0	328,5	885,5
1993. december	1393,9	368,5	1025,4
1994. december	1753,6	406,5	1347,1
1995. december	1822,5	369,5	1822,5
1996. december	2775,8	340,5	2453,3
1997. december	3875,7	395,2	3480,5
1998. december	4768,2	414,3	4353,9
1999. december	5652,3	529,1	5123,2
2000. december	6561,2	730,3	5830,9
2001. december	7583,2	938,7	6644,5

Forrás: MNB (2000).

Sok ez vagy kevés? A fejlett országok egy részében a megtakarítások aránya messze meghaladja a GDP értékét. S ha abból indulunk ki, hogy az olyannyira fontos foglalkoztatási szereppel járó kis- és középvállalati fejlődésnek feltétele a hazai megtakarítások léte (a multicégek forráshoz jutása nem kérdéses, rendelkezésükre áll a teljes nemzetközi tőkepiac), akkor a megtakarítások képződése kulcsfontosságú.

Érdekes logikai összefüggés található a már idézett tőkekiáramlás és a kisvállalkozói szektor fejlődése között (Csillik 2003). Úgy fogalmazhatnánk meg a dilemmát: milyen eszközökkel érhető el, hogy a bejövő direkt tőkeberuházások *itt is maradjanak*, ne csapolják meg devizatartalékainkat? (Ne tegyék esetleg utcára gyárbezárással alkalmazottaikat.)

Az új intézményi közgazdasági iskola okfejtése szerint a termelő tőke költségeiből mintegy 50-50 százalékot tesznek ki az ún. transzformációs és tranzakciós költségek. Az előbbi nagyjából a termelési inputokat jelenti, az utóbbi például a változtatás költségeit.

A tőke kivándorlás legjobb ellenszere tehát az erős, tőkegazdag beszállítói réteg. Így ugyanis a globalizált világban (talán) *nem éri meg* a szabadon vándorló tőkének, hogy máshová tegye át székhelyét. A tranzakciós költségek többet tennének ki, mint a transzformációs nyereségek, azaz, egy multinacionális cégnek nem lenne érdemes egy FÁK-országába elmennie némi bérköltség-megtakarításért, ha hazánkba megtelepedve, jól képzett szakemberekkel és korszerű eszközökkel dolgozó, de ugyanakkor rugalmasan alkalmazkodó beszállítói vállalkozói körrel rendelkezik.

Ehhez természetesen megfelelő szellemi tőke iránti igény kell, hiszen a betanított munkásokat foglalkoztató cégek helyett egyértelműen könnyebben lehet keleti, távol-keleti termelőkre szert tenni, még a szállítási költségeket figyelembe véve is.

A közgazdász-társadalom széles szakértői köre az ezredforduló táján mindezeket átgondolva egy viszonylag mérsékeltebb növekedési dinamika mellett voksolt, az EU átlagos fejlettség utolérésének, legalábbis közelítésének – törekvésétől sarkallt kormányzattal szemben. Úgy vélték, egy szerényebb ütemű növekedés a külső forrásokat tekintve nagyobb zökkenő nélkül finanszírozható, s emellett a kamatlábnak nem kell „lemaradnia” a növekedési ütemtől, hiszen ez sérülékennyé tenné a magyar gazdaságot. Vannak azonban olyan független szakmai vélemények is, amelyek nem kötelező kormányzati optimizmusból mondják, hogy a növekedési ütemnek hazánkban jócskán meg kell(ene) haladnia az EU-ét. (Szerencsére, ez eddig meg is valósult, bár maga az ütem nem túlságosan magas – mivel az euró-zóna, sajnos, csúszik bele a recesszióba.) Teszik ezt nemcsak azon evidencia alapján, hogy az utoléréshez vagy legalább is közelítéshez ez elengedhetetlenül szükséges, hanem azért, mert világosan látják: csak egy magasabb növekedési ütem esetén áll fenn *a magyar fogyasztói árszerkezetnek* az európaihoz való viszonylag gyors igazodása. Márpedig a várható költség oldali hatások olyan erősek lesznek, hogy az a fogyasztói árak emelését is szükségessé teszi. Erre pedig csak akkor lesz lehetőség, ha a keresleti oldal is megteremtődik hozzá, a gyorsabb növekedés által lehetővé tett bér-emelkedésekkel. (Amelyek a kompetitív szférában várhatólag növekvő termelékenységgel párosulnak.) Csak ekkor lesz ugyanis lehetséges az euróhoz való viszonylag korai csatlakozásunk (Tarafás 2001).

A gyakorlat sajnos „megoldotta” az elméleti aggályokat. Amiről a közgazdászok az ezredfordulón még csak vitatkoztak, ténnyé változott. A külgazdasági körülmények radikális változása, a fő külpiacaink jelentős beszűkülése mindenképpen *lefékezte* az amúgy is az eredeti – 1998-as – elképzelésektől elmaradó növekedési ütemet. Ez azonban az összefüggések érvényességén mit sem változtat. Az utoléréshez gyorsabban ellene, de a piacok szűkülésével, és a belső keresletnövekedés fizetési mérleg hatásait is számolva, sokkal gyorsabban nemigen lehet növekedni, mint azt az EU-régió maga teszi. Talán csak azt felejtí el a szakmai közvélemény ehhez hozzátenni, hogy mi is a rendkívül beszűkült mozgásterünk kiváltó oka. Pedig ez a neuralgikus pont, amit a laikus közvélemény végképp nem méltányol. Ez pedig a rendszerváltás előtti időből örökölt külső adósságok nagysága. A megörökölt külső adósságokat az a néhai tervgazdasági rendszer kreálta, amely a külső sokkokhoz elmulasztott alkalmazásával az induló adósságok keletkezését lehetővé tette. Ugyanekkorra felvett hitelállomány – amely nem a külső hatások semlegesítését, hanem az ahhoz való igazodást, reagálást *szolgáltatta volna* –, akár önmagát megszüntető jellegű is *lehetett volna*. Ez esetben nem kényszerült volna a privatizáció során pénztörkévé „átalakított” reáltörkét az állam nyomban kiáramoltatni az országból, hanem az a hazai átalakulás más forgatókönyveit is lehetővé tevő, *finanszírozható ütemű fejlődési scenáriókat is lehetővé tehetett volna*. Olyanokat, amelyek nem jártak volna feltét-

*lenül a magyar vállalkozói vagyoni felének (Pitti 2002) külföldi kézre juttatásával. Ez ui. messze túl megy a feltétlenül szükséges külföldi tőkebevonáson, s hatása rendkívül sebezhetővé teszi a magyar devizapolitikát.* Csakhogy ez a sok „volna” már senkit nem érdekel, legalább is a napi politika szintjén. Mégis fontos lerögzíteni mint gazdaságtörténeti tény. Ez volt az a faktor, amely az egyébként sikeres magyar gazdasági reformpolitika eredményeit lenullázta, ami miatt nem tudtunk a rendszerváltás után sokkal jobb eredményeket elérni, mint a későbbi reformokat bevezető gazdaságok.

### 3. Infláció és árfolyam-politika

A gazdasági növekedés üteme, a felzárkózás az európai uniós követelményekhez izgalmas kérdéseket vetett fel az infláció és az árfolyampolitika – már eddig is sokat emlegetett – vonatkozásában is. A rendszerváltást megelőző időszakban, 1981-82-ben a legfontosabb feladat a fizetőképesség megőrzése volt, majd a devizatartalékok és a folyó fizetési mérleg jelentősebb korlátozása nélküli menedzselése jelentette az operatív leckét. Az 1991-92-es helyzet még mindig ennek jegyében telt, de 1993-ban benyújtottuk OECD-tagfelvételi kérelmünket hiszen deklarált politikánk volt, hogy az EU-hoz kívánunk csatlakozni. Az EU tagjai csak azon országok lehetnek, amelyek az OECD tagjai már. Az OECD pedig megköveteli a *tőkemozgási tételek szabaddá tételét is*. Ez a devizaliberalizálási követelménynek való megfelelés feladatát tűzte elénk. A devizatörvény 1995-ös elfogadásával, majd folyamatos módosításával 1996-99 között ennek eleget is tettünk.

Az OECD-tagság az EU „előszobája”, de oda belépve a maastrichti követelményekkel találjuk szemben magunkat. S bár igaz, hogy a csatlakozást megelőzően még nem kötelező ezeknek megfelelni, de a tárgyalások sikerét a korai igazodás – úgy vélték – előmozdíthatja.

Ha a költségvetési deficitet nézzük – melynek mérési problémákról már volt szó – a helyzet nem reménytelen. Az inflációs hatásoktól megtisztított, ún. operatív deficit kedvezőbb, mint a nominális hiány. *Igaz, hogy az összes kötelezettségvállalást is magába foglaló számítás szerint jócskán fölülte vagyunk az EU normáinak!* Az államadósság/GDP mutatónk úgyszintén a megkövetelt érték körül található. A valutáris stabilitást a csúszó leértékelés ütemének minimálisra csökkenése, majd megszüntetése garantálja. A legnagyobb problémát azonban mindmáig az *infláció* jelenti, miközben az infláció elválaszthatatlan az *árfolyamrendszer* kérdésétől.

A jegybank alapvető feladata az árstabilitás fenntartása, illetve elérése. Árstabilitásnak az Európai Központi Bank által célként kitűzött 0-2 százalékos inflációt tekinthetjük (Szapáry 2000). Olyan árfolyam-politikát kellett és kell tehát folytatni, amely e célt a lehető legjobban megvalósítja.

Alapvetően háromfajta monetáris politika választható: az inflációs célkitűzések rendszere, a monetáris aggregátumokat megcélzó rendszer és az árfolyam vagy árfolyampálya rögzítése (MNB 2002).

Az inflációs célkitűzések rendszerében a jegybank több változó – köztük az árfolyamok – alapján hozza meg döntését a kamatszintről. Itt az árfolyam lebeg, szabadon vagy némiképp befolyásolva („piszkos lebegés”) Ez a módszer komoly ökonometriai modellezést kíván. Valóban hatékonyan csak olyan országokban alkalmazható, ahol a gazdasági folyamatokat jól leíró hosszú idősorok állnak fenn. Ez biztosan nem állt a XX. század utolsó évtizedében a mi gazdaságunkra.

A monetáris aggregátumok figyelése is számos fejlett ország – például az NSZK – által követett gyakorlat volt, de a pénzügyi innovációk megjelenése alaposan megingatta a módszer alkalmazhatóságát. A magyar pénzügyi kormányzat, az MNB a harmadik módszert választotta a kétszintű bankrendszer létrehozása után: a nominális árfolyamhorgonyt. Ezt kezdetben valutakosárhoz kötötte, majd szűkítette a kosárban szereplő valutákat, végül a külkereskedelmi forgalmunk döntő hányadát kitevő EU-régió közös valutáját: az eurót használta rögzítésre. A monetáris politika kezdetben a stabil, de kiigazítható árfolyamok rendszerét követte – ami a spekulációnak a felhalmozódó feszültségek alapján meglehetősen kedvezett. Így az 1995-ös nagy leértékelést követően – amely egyszerre, sokszerűen rendezte a korábbi „le-maradásokat” – bevezette a csúszó leértékelés gyakorlatát. Az ideológia az volt, hogy ily módon a kiszámíthatóság nő, a spekulációs lehetőségek szűkülnek. Árfolyamcél meghatározása gyakorlatilag fix vagy ahhoz hasonló árfolyamrendszert jelent. Az árfolyamcél meghatározásakor a kis országok „hozzákötik” magukat egy nagyobb, stabil gazdaság valutájához, s ily módon „importálják” a viszonylag alacsony inflációt. Ha azonban a két országot alapvetően eltérő hatások érik, akkor a monetáris politikák harmonizálása igen nehéz feladat. Magyarország esetében az inflációt gerjesztő hatások a döntés a csúszó leértékelés mellett szóltak. A nemzetközi versenyképesség megőrzése ugyanis leértékelést követelt. Már a tanulmány elején utaltunk rá, hogy a rendszerváltozás utáni időszak „transzformációs veszteségeit” mindenképpen szét kellett teríteni a gazdaságra. Ez óhatatlanul infláció formájában ment végbe. Az árfolyam inflációs fékként használása végső soron az export versenyképesség rovására ment az első választási ciklusban, s így is, úgy is időről időre kikényszerítődött a valuta leértékelése. Hogy miért nem nyomban került sor nagyobb arányú leértékelésre? Látni kell, hogy egy masszív reál-leértékelés – rögtön a rendszerváltás után – még tovább fűtötte volna az amúgy is magas inflációt, s korántsem biztos, hogy komplex ösztönző hatással járt volna. Az összeomló, gyakorlatilag tulajdonos nélküli termelő vállalatok a megvalósítottnál sokkal szélesebb körű exportra aligha lettek volna képesek. Amit lehetett, azt így is igen gyorsan „átirányították” a fizetőképes nyugati piacok felé. Kereskedelmi mérlegünk javult is, bár – legyünk őszinték – ennek fő oka inkább a gazdasági visszaesés által csökkenő import elmaradása volt. Ahhoz, hogy masszív exportoffenzíva kibontakozhasson, stratégiai elképzelésekkel bíró, technikai fejlesztést megvalósító tulajdonosokra lett vol-



na szükség. A gazdasági visszaesés fő oka strukturális jellegű volt, a gyártott termékszerkezet korábbi partnerek igényeihez való igazodása. Ezen – rövid távon – nem tudott volna érdemben változtatni a valuta alulértékeltisége. Ami nem kell, az még olcsón sem kell (különösen, ha termelési eszközről van szó). Így a fizetési mérleg alakulása viszonylag kisebb mértékben függött az árfolyam-politikától, mint tanácskönyvszerűen feltételezhető lett volna.

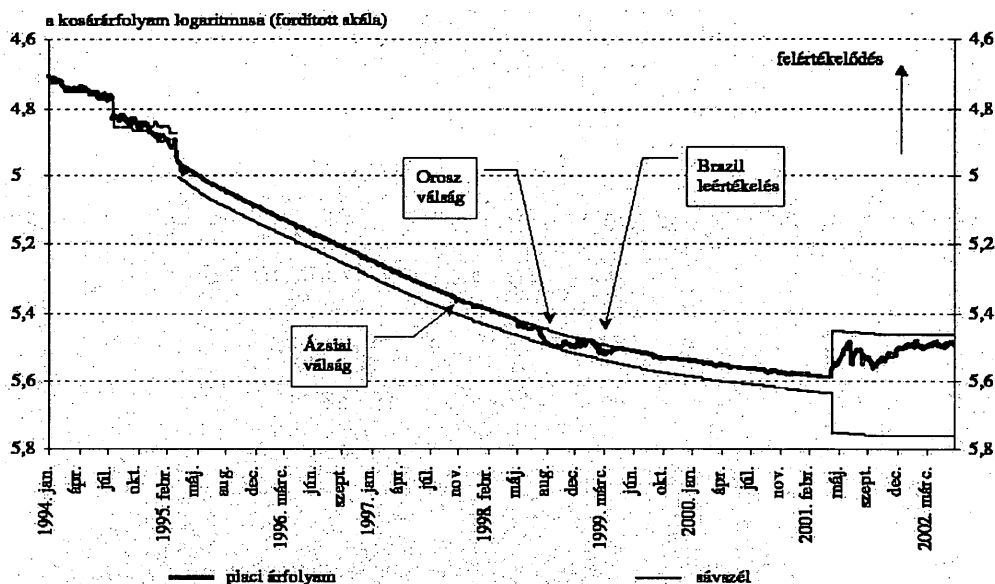
Az 1995 után bevezetett csúszó leértékelés rendszere a *kiszámíthatóságra* tette a hangsúlyt. Miért? Egy olyan országban, ahol az államadósság nagy, s a hazai pénzben denominált adósság jelentős részben külföldiek kezén van, fontos szempont, hogy a kifizetett *kamatköltség* kicsi legyen. Az alacsony kamat azonban nem éppen antiinflációs hatású. Hogyan lehetséges a kettős célt: az alacsony kamatszintet és az inflációs ráta mérséklődését, azaz dezinflációs hatást elérni? Csodák nincsenek. A reálhatások általi áremelkedéseket, mint például az olajárrobbanás, nem lehet eltüntetni, miközben az is vitathatatlan, hogy az inflációnak igen jelentős részét képezik a várakozások.

Ha a piacot meg lehet győzni a követett gazdasági és pénzügyi politika hitelességéről, akkor a gazdaságpolitikai igazodás költségei alacsonyabbakká válhatnak. Elérhető, hogy a befektetők viszonylag kisebb kamat mellett is finanszírozzák a gazdaság növekedését (Simon 2003).

A hitelesség fontos eleme volt a forint meghirdetett leértékelésének tartása, akkor is, ha számolni kellett a spekulatív tőke ki- vagy beáramlásával (Vincze 2003).

Az elmúlt évtizedben, mindkét irányú kilengés kivédésére volt példa (4. ábra). Izgalmas volt az orosz válság időszaka, amikor is jelentős tőke áramlott ki az országból. Nem azért, mert hiteltelenné váltunk, nem azért, mert gazdasági mutatóink romlottak, ellenkezőleg. Egyszerűen azért, mert innen könnyű volt kivinni a tőkét, a piac likvid volt, az értékpapírok jó minőségűek, jól eladhatók voltak, s az MNB a hitelt érdemlőség érdekében beavatkozott, tartotta az előre meghirdetett átváltási arányokat. Meg is csappant a jegybank devizakészlete. A másik irányú intervenciót – és ez volt a gyakoribb – az váltotta ki, hogy nálunk is – mint egyébként a kelet-közép-európai országokban általában – az átmenet időszakában *intenzív volt a tőkebeáramlás*. Ennek hatását különböző *sterilizációs eszközökkel* semlegesítették a jegybankok, így az MNB is. Mivel az árfolyamot használták ún. monetáris horgonyként, a beáramló tőke hazai pénz teremtését váltotta ki. Ez a pénzbőség fokozta volna az inflációs nyomást, így a jegybank eszközöket teremtett, amelyekbe a kereskedelmi bankok felesleges likviditásukat el tudták helyezni: betétet fogadott, MNB-kötvényt ajánlott vételre. Ez utóbbi azt a célt szolgálta, hogy esetleges külső sokkok esetén gátolja a jegybanki devizatartalékok gyors leépülését. A sterilizáció eszköze volt a *tartalékráta-emelés* is, mely az alacsony kamatozás miatt egyfajta pótdótot is jelentett a bankrendszer számára. (2000-től kezdve azonban az EU-hoz való közelítés jegyében a tartalékráta mértékét fokozatosan csökkentették.)

4. ábra A magyar forint árfolyama (1994. január – 2002. június)



Forrás: MNB (2002, 55. o.).

Vannak vélemények, amelyek *hibának* tartják a rendszerváltás utáni évtized második felében követett gyakorlatot, amennyiben az csak *akkor avatkozott bele a folyamatokba, ha az árfolyam kilengések a sávszéleket elérték* (Tarafás 2001).

Ez ugyanis kockázatmentessé tette a spekulációt, „ajándék” volt a spekulánsoknak. Ösztönzőleg hatott a könnyű pénzt keresőknek, hogy a jegybanknak be kellett avatkoznia. Ez ún. az egyirányú esély esete. Egy korlátozott árfolyamkockázatot célszerű lett volna megteremteni, hogy az valamelyest visszafogja a fölösleges pénztőke-beáramlást. Így se zárható ki a sterilizáció szükségessége, csak mérsékelhető. A révészt azonban mindenképpen fizeti valaki.

1999-2000-ben nem csökkent a korábbiak szerint az árnövekedés üteme. Az infláció „beragadt”. Szerepe volt ebben a külső tényezőknek, így a harmadik olajárhullám begyűrűzésének, ami az előre meghirdetett és egyre csak leértékelődő forint mellett az árszintet megnyomta. (Bár igyekezett a jegybank e hatást mérsékelni a meghirdetett leértékelés mértékének csökkentésével.) A jegybank hatékonyabb dezinflációs eszközöket keresett, s ezt abban vélte megtalálni, hogy 2001. májusában a korábbi szűk lebegési sávot  $\pm 15$  százalékra emelte. Ez csaknem lebegő árfolyamot jelentett. Mivel a közbülső célként a monetáris aggregátumok meghatározása nem jöhetett szóba, a jegybank áttért az inflációs előrejelzések rendszerére. Riecke Werner az inflációs célkövetés új rendszeréről a következő leírást adja (Riecke 2003, 73. o.):

„Az új jegybanktörvény egyértelműen az árstabilitás elérését és fenntartását rendeli az MNB elsődleges céljául, s kimondja, hogy a gazdaságpolitika egyéb céljait a jegybank csak az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül támogathatja. Az új jegybanktörvény az elsődleges cél egyértelmű rögzítésével, a jegybanki alapfeladatok tételes felsorolásával, az ezek ellátásában biztosított függetlenség rögzítésével vált az uniós jogi normáknak szinte teljes mértékben megfelelővé. De ezen túllépve, a törvény szabta új intézményi keretek arra is lehetőséget adnak, hogy a monetáris politika vitelében az átláthatóság szempontja a korábbinál lényegesen jobban érvényesüljön. A törvény szerint a Monetáris Tanács átalakult Jegybanktanács havonta kétszer ülésezik. Így az MNB legfőbb döntéshozó testülete valóban az operatív (jellegzetesen kamat-) döntések megvitatásának és meghozatalának színterévé vált. És bár az ülések jegyzőkönyvének és a tagok egyéni szavazatának nyilvánosságra hozataláról még nincs szó, annyit azért el lehet mondani, hogy az eddigi gyakorlatban tartalmas viták után – és nem mindig egyhangúlag – születtek a döntések. A nyilvánosságot minden ülés után közleményben tájékoztatja a tanács.

Az árfolyam ingadozási sávjának szélesítése után egyfelől megnőtt a monetáris politika mozgáster, másfelől a lényegesen szabadabb mozgású árfolyam már nem lehet a monetáris politika közbülső célváltozója. Ilyen körülmények között, más országok tapasztalatainak figyelembevételével, gyakorlatilag a közvetlen inflációs célkövetés rendszerének mint a monetáris politika új rezsimje meghirdetésének nem volt alternatívája. A közvetlen inflációs célkövetés rendszerének alapelemei: az elérendő inflációs cél legalább másfél évre előre történő meghirdetése, az infláció alakulására vonatkozó előrejelzések és piaci várakozások rendszeres összevetése a nyilvánított céllal, valamint a monetáris politikai lépéseknek (szigorításnak vagy lazításnak) az előrejelzés és a cél közötti eltérés alapján történő megtétele. A szigorítás vagy lazítás alapvetően a jegybank által jegyzett rövid lejáratú kamatok változtatása révén valósul meg, ezek a kamatok befolyásolhatják – a transzmissziós mechanizmusról szerzett mai tudásunk szerint – elsősorban az árfolyam sávon belüli alakulását, s ezen keresztül a belföldi árképzést, továbbá – a magyar gazdaság még mindig alacsony monetizáltsága okán csak kisebb mértékben – a hitelcsatornán keresztül a belföldi keresletet.

Bár a monetáris politika lépéseit elsősorban az árfolyam közvetíti, az MNB eddig tartózkodott attól, hogy sávon belül az árfolyam alakulását közvetlen devizapiaci intervencióval is befolyásolja. Több szomszédos ország gyakorlati tapasztalatai azt mutatják, hogy a közvetlen devizapiaci intervenció értelme a monetáris politika szempontjából megkérdőjelezhető (ha az árfolyam gyengítése a cél), és sikeressége is kétséges (mert a jegybanki intervenció általában gyengének bizonyul a piaci várakozások alakította árfolyam-alakulás elleni küzdelemben)."

A monetáris tanács a deklarált inflációs célértékeket felméréseken alapuló modellszámításokra támaszkodva hozta meg, de a végső értékekben jelentős volt a szubjektív elemek aránya is (MNB 2002). Ha a becslések jelentősebb inflációváltozást jeleznek, az MNB a „hüvelykujj-szabály” szerinti kamatváltozással, növeléssel,

vagy csökkentéssel reagál – deklarálta a bank. A banki szakemberek tisztában voltak azzal, hogy finomhangolásra nem lesznek képesek, hiszen a kamatpolitika inflációs „ellenhatásait” csak hosszabb időszak alatt képes kifejtetni.

Mivel a magyar kamatszint – az infláció miatt – lényegesen magasabb volt, mint a környezeté, ez jelentős tökebeáramlást eredményezett. A forint felértékelődött, ami kellemesen csökkentette az importált infláció hatását az árszintre. *A jegybank hagyta ezért hogy az új rezsim bevezetése után az árfolyam felértékelődjék, s a forint a felső sávhatárhoz ragadjon. Ez egyrészt az exportőrök elégedetlenségét váltotta ki, másrészt spekulációs nyomás kialakulásához vezetett.* A jelentős spekulációs valuta-beáramlás óriási összegű deviza felvásárlására készítette a jegybankot, amely a felső sávhatárt tartani kívánta. Lehűtötte volna a spekulátorok kedvét, ha a kamatszintet a jegybank a nyomás kezdetekor már csökkenti, de ezt az eszközt nem vetette kellő időben be. Miért? Azért-e, hogy a spekulánsok „megégyessék magukat”? Vagy azért, mert a monetáris politika enyhítése ilyen módon ellene mondana az inflációs célkitűzésnek, akkor, amikor a költségvetés amúgy is jelentősen túlköltekezik? Nem kívánja ezt „akkomodálni”, hogy jegybanki műszozt használjunk? Mindenesetre a spekulátorok kettőt tehetnek: vagy nagy veszteségek árán kimennek, s a Jegybank keres az ügyön, vagy hosszabb távú befektetésekbe helyezik pénzüket. (Ha van ilyen kínálat.) Ez utóbbi esetben – ha van „tüdő” kívánni – nagyobb veszteség nélkül kijöhetnek az akcióból.

Természetesen a jegybank nem profit-orientált szervezet, s hogy egy akción nyer-e, nem ügdyöntő. Sokkal fontosabb, hogy mi lehet lépéseinek hatása a gazdaság egészére. Vajon megteheti-e, hogy az inflációs célt mindenek elé helyezze, s vajon ténylegesen azt teszi-e a kamatváltoztatások halogatásával, ha spekulációs támadás jelentkezik? Vajon helyesen vélték-e a felmérések elemzői, hogy a gazdasági versenyszférában nem kell béremelési nyomással számolni (mikor számos közszolgálati területen látványos emelések történtek)? Vajon az EU-hoz való csatlakozásnál mekkora szerepe lesz annak, hogy akkor éppen milyen a forint értékszintje? Fontos-e, hogy minél előbb az euro-övezet tagjai legyünk – ha már belépünk? Mert akkor valóban igen nagy jelentősége van annak, hogy a monetáris politika ne járuljon hozzá lazítással az infláció felerősödéséhez. Márpedig, ha a hitel tartósan olcsóbb, bizonyos időtávon belül ez keresletnövekedést jelenthet. A költségvetés – megint csak idő kérdése, mikor válik érzékelhetővé – alacsonyabb kamatokkal finanszírozhatja magát. De vajon lehet-e ez tartós, ha a kamatok az infláció alá mennek?

Nem kétséges: a fiskális és monetáris politika sokkal nagyobb összhangjára volna szükség a harmonikus meneteléshez. Aligha vitatható, hogy a választási év ígéreteinek teljesítése is megbillentette a költségvetési egyensúlyt, s ennek is szerepe van a helyzet kiegyezésében.

A jegybank törekvése, hogy az uniós csatlakozást követő leghamarabb kövesse az euróra való áttérés. Ezzel megszűnne az önálló forintvaluta, az ellene való spekulációs lehetőség, de a kormányzati szándékokat elősegítő árfolyampolitika alkalmazása is. A jegybank valamivel többre becsüli e lépés várható számszerűsíthető

hasznait, mint kockázatait, illetve terheit. Mások ezzel szemben már 2001-ben szinte biztosak voltak abban, hogy a „jó öreg forint még hosszú ideig megmarad nekünk, és nem váltja le a fiatal euró” (Tarafás 2001). Ezt arra alapozták, hogy a magyar fogyasztói árszerkezet igazodása *elkerülhetetlenül hosszabb folyamat lesz*, s még ez is csak nagyon fegyelmezett monetáris és fiskális politika mellett valósulhat meg. (Hát ezzel pedig most éppen nem büszkélkedhetünk.) Itt meg kell fontolnunk, hogy a kiigazodás annál gyorsabban mehetne végbe, minél gyorsabb lenne a hazai gazdaság növekedése. Ami viszont szemmel láthatóan nemhogy gyorsulna, inkább lassult ütemében. Bár még mindig meghaladja az EU átlagát, de jócskán elmarad a korábban tervezett mértékektől. Így jogos az aggodalom az inflációs kritériumok teljesíthetőségét illetően. Nem csoda, hogy egyik jeles közgazdászunk úgy vélekedik, megvárja azt a világ, amíg az euróra valóban érettek leszünk (Kornai 2003).

A várakozás közben talán magunk is teszünk egy-két lépést az összehangoltabb pénzügypolitika irányában.

#### 4. Összegzés

A rendszerváltást követő pénzügypolitika folytonos volt annyiban, hogy a megöröklött devizaadósság-állomány restriktív politika folytatását kényszerítette rá a mindenkori kormányzatokra. Mivel a politika egyetlen időszakban sem adta fel az EU-csatlakozás határozott szándékát, ez egy sor területen kényszerpályára helyezte a monetáris és fiskális politikát. Az EU tagság OECD tagságot követelt meg, az pedig a tőkemozgások szabaddá tételét. A devizakorlátozások megszüntetése rendkívüli mértékben megnövelheti a pénztőke áramlásának volatilitását, jelentős intervenciókra és sterilizációs költségek felvállalására kényszerítheti a gazdaságot. A lecsökkentett külföldi állam-adósságállomány – amelynek ára a privatizációs bevételek elvesztése volt – valamelyest enyhítette a devizahelyzet determinációját. Csakhogy a magánszféra intenzív külföldi hitelfelvétele „visszacsempészte” a forint devizára terhelődő nyomást. Nem enyhülhet továbbá egy szemernyi sem a magyar monetáris és fiskális politika fegyelmezett szigora, mivel a külső államadósság helyett megjelent a számottevő belső valutában fennálló államadósság. Az államadósság mértéke ugyan nem tragikus EU-s összehasonlításban, de éppen elég ahhoz, hogy az adósságszolgálat kamattételeinek fizetési kényszere meghatározó jelentőségű legyen. Semmilyen kormányzat vagy pénzügyi politika nem mondhat le arról, hogy minden eszközzel ösztönözze a fizetendő kamatok szintjének csökkentését, hiszen ez a kiadási oldalról abszolút beszűkíti a kormányzatok játéktérét, aktív elsődleges egyenleget kényszerít ki a költségvetésben, esetleg további privatizációkra ösztönöz, melyek elkerülhetőek lennének, ha a finanszírozási kényszer nem jelentkezne.

A kamatcsökkentés azonban elvileg nem mehet a hazai megtakarítások rovására, a pozitív reálkamatot biztosítani kellene. Ez meg – az adott inflációs rátákat figyelembe véve – továbbra is a külföldi kamatszinteknél magasabb kellene, hogy le-

gyen, s így folyamatos nyomás alatt marad majd a külföldi spekulatív tőkebeáramlás révén a forint. Ami megint csak az intervencióhoz, sterilizációs költségek felvállalásához vezet. Utóbbit pedig ki más fizeti meg közvetetten, végső soron, mint az adófizető állampolgár. Vagy rákényszerít – az antiinflációs célokkal ellenkezve – a kamatszint csökkentésére, gyengülésére (gyengítésére), mint ezt a 2003. januári nagymértékű spekuláció tette. Ennek következményei is az állampolgárookra hárulnak majd, ha másként nem, hát az infláció leszorításának elhúzódásában. A leértékelt forint az exportörök számára jó hír. Az azonban bizonyos, hogy a közösséghez való csatlakozás során ezáltal rögződik a magyar munka alacsony értéke – leértékelődése – is.

Az infláció leszorításának egyébként az se kedvez, hogy a radikális *bérvisszafogás útját* – még ha idén korlátozások szükségszerűen lesznek is – tartósan nem járhatjuk. Több okból sem. Egyrészt az EU-s felzárkózás, de sokkal inkább a *saját belső piacunk* keresletoldali ösztönzése szempontjából. Az export-vezérelte gazdaságpolitika terén a liberális tőkemozgások korszakában az ún. direkt tőkeáramlások szabadsága és érdek-motivációi miatt semmiképpen sem vagyunk képesek versenyezni az ázsiai, távol-keleti, de még a tőlünk csak kevésbé keletre eső gazdaságok alacsony bértételeivel sem. Ha nem lesz olyan jól képzett és jól fizetett hazai munkaerő-állományunk, amely legalább a saját belső piaci szükségleteinkre képes a nyugati bér-ár szintnél valamivel olcsóbban, de világszínvonalú minőséget gyártani, akkor menthetetlenül a gazdasági leépülés perspektívája vár ránk. Beszorulunk a technikailag fejlett nyugat és a bizonyos területeken technikailag ugyancsak fejlett, de emellett nálunk olcsóbban termelő kelet közé. Csak mint fogyasztó-piac leszünk érdekesekek, de roppant kétséges, hogy miből termelődik meg e fogyasztási célt szolgáló jövedelem?

Ezért a pénzügypolitikának és a gazdaságpolitikának nagy harmóniában kell szolgálnia a társadalompolitikai célokat. Ennek megvalósítása a legnagyobb kihívás az ezredforduló szakmai és politikai erői számára.

### *Felhasznált irodalom*

- Antalóczy K. 2003: Működőtőke-befektetések és befektetés-ösztönzés Magyarországon. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 34-46. o.
- Antalóczy K. – Sass M. 2000: Zöldmezős működőtőke-befektetések Magyarországon: Statisztikai becslés, vállalati motivációk, gazdasági hatások. *Külvgazdaság*, 10, 4-19. o.
- Botos J. 2001: *Nemzetközi versenyképesség*. PHD értekezés, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Szeged.

- Botos K. 1989: Foreign economic relations: Hungary and international capital markets. In Clarke R. (szerk.): *Hungary: The second decade of economic reform*. Longman, Harlow, 46-58. o.
- Csillik P. 2003: Pénzpolitika, megtakarítás és közösségi döntések. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 58-73. o.
- Dedák I. 2003: A gazdasági felzárkózás néhány növekedésméleti tanulsága. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 47-57. o.
- Kornai J. 2003: A fő cél: a tartós növekedés. *Népszabadság*, január 25.
- Erdős T. 2000: A fenntartható gazdasági növekedés néhány elméleti és gyakorlati problémája. *Külgazdaság*, 7-8, 4-14. o.
- KSH 2001: *Magyar statisztikai évkönyv*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- KSH 1999: *Magyar statisztikai évkönyv*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- MNB 2002: *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB 2000: *Éves jelentés*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Oblath G. 1998: Innen könnyű volt kivinni a tőkét. (Oblath Gábor közgazdással Mink András és Neményi László beszélget). *Beszélő*, 11, 8-16. o.
- Pitti Z. 2002: A hazai gazdaság teljesítményének tulajdonos-függő jellemzői 1996-2000. Az offshore típusú vállalkozások a nemzetközi gyakorlatban és a hazai gazdasági környezetben. *Európai Tükör Műhelytanulmányok*, 84. Integrációs Stratégiai Munkacsoport, Budapest.
- P.Kiss G. 2003: Fiskális transzparencia – jelzőszámok nélkül? In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 96-109. o.
- Riecke W. 2003: Az inflációs célkövetés rendszere – néhány tanulság. In Halm T. (szerk.): *Modernizáció és jólét*. Magyar Közgazdasági Társaság és Zöld Újság Rt., Budapest, 73-76. o.
- Simon A. 2003: Gazdaságpolitikák haszna és költségei. In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 125-141. o.
- Szapáry Gy. 2000: Az árfolyamrendszer kiválasztása az átmenet országaiban az EMU csatlakozás előtt. *Közgazdasági Szemle*, 12, 951-961. o.
- Tarafás I. 2001: A kamat, az árfolyam és a forint hátralévő évei. *Közgazdasági Szemle*, 6, 480-497. o.
- Vincze J. 2003: Infláció és árfolyamok, avagy infláció és árfolyampolitika? In Botos K. (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2003. JATEPress, Szeged, 110-124. o.